

RAPORTUL DE CAUZALITATE DINTRE CRIZELE FINANCIARE ACTUALE ŞI CREŞTEREA INTEGRĂRII FINANCIARE

Lect. univ.dr. Dana BAKO
Universitatea "Babeş-Bolyai" Cluj-Napoca
Facultatea de Ştiinţe Economice şi Gestiunea Afacerilor

Abstract: The world had to face last century a series of financial crashes which were felt more or less intense in every country. As the links between national economies became stronger, the consequences of the financial crises spread faster. Thus, giving both governments and citizens more reasons to worry about the devastating impact of international financial markets turmoil. Financial crises are accompanied by large-scale failures of both financial and non-financial companies, as well as by income and prices decreases in the whole economy. Theoretically, the repercussions of such a crisis could be contained by a sole country, but in reality, financial interdependence as well as other forms of economic interdependence mean that crises are internationally spreading through a phenomenon of contagion. After the financial markets collapse in south-eastern Asia and Russia serious talks were held about re-thinking the architecture of the international financial system. Recommendations were made aiming at increasing transparency in international financial operations, reinforcing prudential regulation in banking, and fighting moral hazard provided that private investors will accept the financial risks for the investments they made.

Key words: financial crises, prudential regulation, moral hazard, capital mobility, new financial architecture

Pentru a putea înţelege funcţionarea mediului economic şi financiar în special în ultimele două decenii, nu putem pierde din vedere câteva evoluţii instituţionale semnificative: progresul tehnologic; inovaţiile financiare; creşterea economică remarcabilă a unor ţări nou industrializate; spiritul vremii de liberalizare a pieţelor¹². Acestora li se adaugă formarea de trusturi financiare care combină toate genurile de operaţiuni financiare la scară globală - care în cele din urmă în SUA a dus la renunţarea la prevederile legii Glass-Steagall. De asemenea nu putem omite liberalizarea – adesea prematură – pieţelor financiare în unele ţări industrializate (în special în Asia de Sud-Est) ce stă de altfel la originea unor mari dificultăţi din prezent.

Evoluţiile menţionate au determinat o schimbare de fond în funcţionarea mediului financiar internaţional, care nu au rămas fără consecinţe majore. Pe primul plan putând fi situate creşterea volatilităţii şi incertitudinii, care îngreunează considerabil formularea de politici economice naţionale, practic reducându-se gradul de libertate a politicilor economice naţionale, acestea fiind nevoite din ce în ce mai mult să se supună 'dictatului' pieţelor financiare globale.

¹² Dăianu, D., Vrâncănu, R., *România şi Uniunea europeană*, Ed.Polirom, Iaşi, 2002, p. 312

Secolul care a trecut a fost zguduit de o suită de “manii, panici și crahuri” financiare care au fost resimțite mai mult sau puțin puternic în toate țările lumii¹³. Pe măsură ce legăturile dintre economiile lumii s-au intensificat și efectele crizelor s-au răspândit cu tot mai mare viteză, făcând să crească îngrijorarea atât a guvernelor, cât și a cetățenilor cu privire la frecvența impactului devastator al mișcărilor de pe piețele financiare internaționale.

Crizele financiare sunt caracterizate de eșecurile pe scară largă atât a întreprinderilor financiare cât și nefinanciare, de regulăacompaniate de scăderea veniturilor și prețurilor per ansamblul economiei. În principiu implicațiile unei astfel de crize pot fi restrânse la o singură țară, dar în realitate atât interdependența financiară cât și alte forme de interdependență economică înseamnă că acestea se transmit internațional prin fenomenul de contagiune. Termenul de criză financiară a fost de asemenea extins pentru a acoperi o a doua clasă de evenimente cum sunt crizele balanței de plăți și crizele valutare care sunt declanșate de retragerea finanțării străine. Aceste crize pot sau nu să fie însoțite de perturbări pe scară largă în sectorul financiar și corporatist, deși criza scandinavă din sectorul bancar de la începutul anilor 90 și criza asiatică din anii 1997-98 au demonstrat cum cele două se determină una pe alta. În sfârșit termenul a fost extins și la un al treilea fenomen: crizele fiscale sau crizele asociate cu piața pentru datoria guvernamentală. Acestea pot de asemenea avea o amplă serie de consecințe internaționale atunci când datoria externă este deținută de creditori străini¹⁴.

Crizele financiare și-au făcut simțită prezența pe tot parcursul istoriei economice moderne: mania lalelelor în Olanda la 1636, South Sea Bubble la 1720, criza Companiilor Indiei Orientale la 1772, colapsul companiilor feroviare în SUA în 1846, căderea companiei Union General 1881 și a Băncii Baring în 1890, panicile bancare din SUA din anii 1873, 1893 și 1907 sunt exemple proeminente. Joia neagră din octombrie 1929, căderea Austrian Creditanstalt în 1931 și colapsul bancar ce a cuprins întreaga lume pe parcursul următorilor doi ani, sunt evenimente de marcă în desfășurarea marii depresiuni economice.

Răspândirea ideilor keynesiste, dezvoltarea reglementărilor prudențiale a sistemelor financiare și creșterea economică rapidă în perioada postbelică păreau să atenueze înclinația spre crize financiare. Economistii și-au îndreptat atenția de la anatomia crizelor spre funcționarea ciclurilor de afaceri. Însă de la sfârșitul anilor 60 sistemul financiar internațional a început să fie afectat de noi crize odată cu criza valutară din 1969-71 care a declanșat colapsul sistemului de la Bretton Woods. Deceniile 8 și 9 s-au dovedit surprinzător de predispuse la crize, începând cu criza datoriei externe a țărilor în curs de dezvoltare la începutul anilor 80, însoțită de o criză bancară atât în țările dezvoltate cât și-n cele în curs de dezvoltare, la crahul bursier de pe piața americană din 1987 și continuând cu criza valutară europeană din 1992 și criza financiară asiatică din 1997-98, toate au reprezentat provocări majore în plan politic internațional, deși multe dintre aceste crize au fost restrânse și nu s-au dezvoltat în crize ample, care să cuprindă și sectorul economiei reale.

Creșterea dramatică a împrumuturilor transfrontaliere a dus la creșterea mizei politice internaționale de la căderea unor instituții financiare individuale, astfel spre

¹³ Kindleberger, Ch., *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: Basic Books, 1988

¹⁴ Barry Jones, R.J. (ed), *Routledge Encyclopedia of International Political Economy*, Routledge, London, NY, 2001

exemplu căderea unei relativ mici bănci germane Herstatt, a creat probleme serioase pe piețele interbancare. De atunci încoace, amenințările sistemului de plăți puse de căderea unor instituții financiare individuale, au declanșat periodic intervenții sau cooperări în planul reglementării între statele industriale, cel mai recent exemplu fiind cel al căderii fondului de acoperire LTCM (Long Term Capital Mangement).

Înclinația piețelor financiare spre instabilitate a făcut ca numeroase eforturi să fie consacrate generării unui model general al crizelor financiare. Teoreticienii marxiști au subliniat multă vreme înclinația economiei capitaliste spre crize. Această opinie a devenit un reper central și al altor gânditori de factură keynesistă cum sunt Hyman Minsky și Charles Kindleberger. Modelul elaborat de acesta din urmă evidențiază crizele “canonice” ce constau din stadii de “manie, panică și crahuri”. În prima perioadă atât prețurile cât și încrederea în viitor crește sub imperiul unor schimbări favorabile în domeniul demografic sau tehnologic. Atât firmele cât și menajele își măresc gradul de îndatorare, lichiditatea crește, cererea pentru bunuri și servicii crește și economia e în expansiune. Factorii de natură psihologică își fac de asemenea simțită prezența, astfel pe baza presupunerii că vremurile bune vor continua, creșterea prețurilor activelor în loc să diminueze cererea va determina o sporire a acestora generând posibilitatea unei inflații pe piața activelor sau bule speculative.

În cea de-a doua perioadă anumite evenimente (fie politice, fie economice) generează o revizuire a așteptărilor. Cei din interiorul sistemului vor să intre în posesia profitului, investițiile noi încetează și o ‘panică rațională’ se instalează. Fiecare investitor știe că grăbindu-se să vândă nu va face decât să contribuie la colaps, însă e fără îndoială rațional să procedeze așa, evitând să rămână cu ‘lestul’.

În faza de crah, efectele scăderii dramatice a prețurilor activelor sunt transmise în tot sectorul financiar și mai departe în economia reală. Spre exemplu o bancă ce acordă împrumuturi pentru investiții imobiliare sau speculații cu valori mobiliare este vulnerabilă, declanșând o contracție a creditului pe piața interbancară cu efecte asupra băncilor sănătoase. Pe măsură ce lichiditățile se epuizează, firmele nu mai sunt capabile să obțină fonduri și ca atare investițiile în economia reală se sistează, falimentele se înmulțesc, iar menajele îngrijorate de siguranța lor economică își reduc drastic cheltuielile ca atare cererea agregată se reduce, rezultatul fiind recesiune și reducerea dramatică a prețurilor.

Modelul schițat aici omite intenționat rolul guvernelor care pot înrăutăți lucrurile, de exemplu răspunzând panicii cu politici monetare inadecvate. De la Marea Criză guvernele au dezvoltat o serie de instrumente pentru a contracara dinamica prezentată mai sus. Acestea include nu doar politici macroeconomice contra-ciclice ci și instrumente pentru prevenirea sau atenuarea panicii și ceea ce se cunoaște sub numele de risc sistemic – amenințări nu doar la adresa unei instituții financiare ci la adresa întregului sistem de plăți. Cea mai importantă dintre aceste politici este rolul băncii centrale ca și creditor de ultimă instanță sau furnizor de lichidități în timpul crizelor. Dar guvernele limitează totodată asumarea de riscuri excesive prin reglementări prudențiale de genul standardelor de adecvare a capitalului și reduce pericolul rulării prin scheme de asigurare a depozitelor.

Controversa centrală ce înconjoară intervenția guvernelor pe piețele financiare este problema hazardului moral – posibilitatea ca măsurile politice desemnate să contracareze riscul sistemic să încurajeze totodată asumarea unor riscuri excesive prin promisiunea unui sprijin guvernamental în cazul unor tulburări de amploare. Problema hazardului moral nu poate fi niciodată eliminată în întregime, dar poate fi diminuată

prin câteva modalități cum ar fi cerința impusă băncilor și nu contribuabililor să plătească pentru asigurare și prin anunțarea în avans a instituțiilor că sprijinul financiar va fi garantat doar atunci când valoarea acțiunilor ajunge la zero, iar managementul înlocuit. Aceste mecanisme nu elimină costul financiar sau social al crizelor financiare, dar servesc totuși la reducerea stimulentei pentru asumarea unor riscuri excesive.

Dacă pătrundem dincolo de acest tablou general al crizelor financiare descoperim o varietate de modalități în care acestea se pot desfășura, precum și o multitudine de controverse privind originile lor în fiecare caz în parte. De exemplu modelul lui Kindleberger accentuează tendința inerentă a piețelor financiare de a genera excese și bule speculative, dar crizele pot fi declanșate și de evoluții ale economiei reale. Veniturile se reduc din alte motive decât crizele financiare – spre exemplu ca rezultat al șocurilor suferite de raportul de schimb, devalorizare sau războaie, iar atunci când aceste șocuri sunt suficient de puternice ele se pot propaga din economie reală în sistemul financiar. În anii 80 ai secolului trecut în SUA aproape toate băncile au căzut ca urmare a căderii prețurilor petrolului. Pe parcursul crizei datoriei externe din aceiași ani 80, țările în curs de dezvoltare debitoare au argumentat într-o manieră similară că de vină pentru problemele lor sunt șocurile exogene, ce include creșterea prețurilor petrolului și a ratelor dobânzii, încetinirea creșterii în țările OECD și o deteriorare a raportului de schimb.

Țările creditoare din contră au tins să interpreteze criza datoriilor externe din anii 80 ca fiind rezultatul unor politici macroeconomice inadecvate. Criza balanței de plăți – deprecierea valutară, pierderea rezervelor și colapsul cursului valutar ancorat – sunt rezultatele ce se obțin atunci când expansiunea creditului intern nu este compatibilă cu menținerea unui curs de schimb fix. O astfel de expansiune monetară a fost adesea rezultatul finanțării unor ample deficite bugetare – acesta a fost spre exemplu cazul în America Latină în anii 80 și în Rusia în 1998. Politica monetară expansionistă își are contraponderea în inflație, într-o cerere crescută pentru active străine (fugă a capitalului) și o reducere a rezervelor. La moment dat rezervele băncii centrale se epuizează și economia este împinsă către un curs de schimb flotant.

Cu claritate, criza financiară din anii 1997-98 n-a fost de acest tip, politica fiscală în regiune fiind în general foarte conservatoare. Ca urmare anumiți analiști s-au orientat în analiză pe un model al crizei foarte diferit – unul în care atacul speculativ sau panica financiară joacă un rol cheie. În modelul anterior prezentat colapsul survine atunci când banca centrală își epuizează rezervele. Însă speculatorii avizați nu așteaptă pur și simplu ca acest eveniment să se producă, ci încearcă să-l anticipeze pentru a evita pierderile masive. Ei fac acest lucru prin retragerea fondurilor (sau atacul valutar) ceea ce induce panica și grăbește colapsul. O situație în care aceste atacuri sunt în special probabile este cea în care datoriile pe termen scurt sunt excedentare față de activele pe termen scurt – studiile făcute asupra unor crize financiare arată că acumularea datoriilor pe termen scurt reprezintă un important factor de previziune.

Criza financiară asiatică demonstrează totodată cum se leagă crizele financiare interne și cele externe. Atât în Thailanda cât și-n Coreea liberalizarea conturilor de capital a permis instituțiilor financiare indigene să se împrumute de pe piețele financiare internaționale. Datorită costului acoperirii și al angajamentului guvernelor de a menține un curs de schimb fix, aceste împrumuturi nu au fost acoperite împotriva riscului de modificare a cursului valutar. Când momentul inevitabil al devalorizării a sosit, atât băncile cât și sectorul corporatist au avut de făcut față unei creșteri drastice a costului serviciului datoriei. Un cerc vicios s-a format, băncile au redus puternic

creditele şi au căutat să ramburseze împrumuturile pentru a face faţă costurilor crescute. Aceasta a dus la o reducere a investiţiilor, la încetinirea creşterii economice şi amplificarea perturbării sectorului corporatist ceea ce s-a reflectat în deteriorarea bilanţelor pentru bănci. În punctul de maxim al crizei în Indonezia, 70% din totalul împrumuturilor bancare erau neperformante.

Crizele financiare din anii 1980 şi 90 pot fi atribuite în bună parte şi procesului de contagiune, crizele financiare putându-se răspândi de la o piaţă la alta printr-o varietate de mecanisme. Atacurile speculative şi devalorizarea dintr-o ţară pot duce la o reevaluare a stabilităţii în alte ţări aflate în poziţii similare. Interdependenţa financiară crescută poate de asemenea fi o sursă de contagiune. Când o criză apare pe o piaţă, administratorii de portofolii vor căuta să reducă riscurile similare prin vânzarea activelor, această vânzare contribuind la accentuarea panicii. Un astfel de fenomen a fost vizibil şi-n 1998 în criza din Rusia, care a fost rapid urmată de presiuni puternice asupra Braziliei şi a altor pieţe emergente întrucât administratorii de fonduri şi-au răscumpărat investiţiile braziliene pentru a-şi acoperi pierderile din Rusia.

După crizele din Asia de Sud-Est şi Rusia s-a vorbit serios de regândirea arhitecturii sistemului financiar internaţional. S-a format chiar şi un organism, Forumul pentru Stabilitate Financiară, condus de oficialul cu poziţia cea mai înaltă la Banca Reglementelor Internaţionale (BIS), Andrew Crockett, care să exploreze căi de reformă în acest scop. De la acest organism au parvenit o serie de recomandări privind creşterea transparenţei operaţiunilor financiare internaţionale, aplicarea mai riguroasă a regulilor de supraveghere prudenţială a sistemelor bancare, combaterea hazardului moral prin asumarea de către investitorii privaţi a riscurilor financiare în ţările unde fac plasamente¹⁵.

Tot în această arie a regândirii sistemului internaţional de reglementare a pieţelor se înscrie şi propunerea lui George Soros de înfiinţare a unei Corporaţii Internaţionale de Asigurare a Creditului care să permită ţărilor de la periferie cu politici economice stabile să îşi recâştige accesul la pieţele internaţionale de capital¹⁶.

O a treia componentă a noii arhitecturi financiare este dezbaterea asupra a cum să se includă creditorii privaţi de o manieră mai sistematică. Rezolvările internaţionale ale problemelor legate de datoria privată şi naţională au fost de regulă într-o manieră ad-hoc. Mai mult normele internaţionale favorizează de regulă creditorii presupunând rambursări complete, chiar dacă creditorii de regulă sfârşesc prin a absorbi anumite pierderi pe parcursul unor crize severe. O serie de propuneri au fost avansate pentru a încorpora creditorii privaţi în proces, de la modul în care contractele obligatoare sunt redactate pentru a facilita soluţionările, la crearea unei proceduri de faliment internaţionale.

O ultimă controversă declanşată de crizele din anii 80 şi 90 se referă la mobilitatea capitalului şi dacă aceasta este cea care trebuie blamată pentru crize şi dacă ar trebui eventual redusă. Câteva pieţe emergente, cum ar fi Brazilia, Chile şi Malaiezia au experimentat diferite forme de control selectiv al capitalului. Alte economii cum ar fi China, India şi Taiwan au părut să reziste crizei internaţionale tocmai pentru că ele nu şi-au liberalizat niciodată conturile de capital. Statele industriale continuă să se opună soluţiei reinstaurării controlului asupra capitalului, care e văzut ca dezavantajos pentru

¹⁵ Dăianu, Daniel *Încotro se îndreaptă ţările post comuniste*, Ed.Polirom, Iaşi, 2001 şi Dăianu, D., Vrânceanu, R., *România şi Uniunea europeană*, Ed.Polirom, Iaşi, 2002, p.221

¹⁶ Soros, G. *Criza Capitalismului Global*, Ed.Polirom•Arc, 1999, p.166

interesele băncilor multinaționale și ale firmelor financiare. În orice caz crizele financiare au furnizat un sprijin puternic ideii că liberalizarea conturilor de capital trebuie făcută cu prudență și însoțită de reglementări prudențiale adecvate.

În ciuda numeroaselor voci ce cereau o reformă radicală a sistemului (de la abolirea FMI, la crearea unei instituții complet noi), reformele post-criză care s-au întreprins au fost destul de modeste și au fost direcționate în primul rând asupra îmbunătățirii transparenței și a calității reglementărilor. S-ar părea că fervoarea ce a animat anii 1998-1999 s-a mai diminuat în ultimul timp, ceea ce nu este de bun augur. Nu-i mai puțin adevărat că teritorii “albe” în regândirea sistemului financiar internațional rămân reglementarea activității așa numitelor “hedge funds”- fonduri speculative – care sunt înregistrate în zone off-shore, și a mișcărilor de capital speculative. În acest sens există voci care pledează pentru restricționarea fluxurilor speculative prin introducerea unor taxe Tobin care să le descurajeze, după cum există și voci care susțin că astfel de restricții nu ar avea eficacitate¹⁷.

Exceptând tezele susținute de experții din mediul academic, se poate presupune că pozițiile divergente exprimate sunt “modelate” de interesele părților implicate¹⁸. Înșă oricare ar fi formula care se adoptă de un guvern, trebuie spus că în cazul unei economii deschise cu structuri fragile, instabilitatea mișcărilor de capital cauzează șocuri ce pot fi extrem de dureroase, chiar fatale.

BIBLIOGRAFIE

1. Barry J., R.J. Routledge Encyclopedia of International Political Economy, (ed), Routledge, London , NY, 2001
2. Dăianu, D. Încotro se îndreaptă țările post comuniste, Ed.Polirom, Iași, 2001
3. Dăianu, D., Vranceanu, R., România și Uniunea europeană, Ed.Polirom, Iași, 2002
4. Edwards, S. “How Effective are Capital Controls?”, Journal of Economic Perspectives, vol.13, no.4, Fall 1999, p. 65-85
5. Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises, New York: Basic Books, 1988
6. Soros, G. Criza Capitalismului Global, Ed.Polirom•Arc, 1999

¹⁷ Edwards, S. “How Effective are Capital Controls?”, *Journal of Economic Perspectives*, vol.13, no.4, Fall 1999, p. 65-85

¹⁸ Daianu, D. op.cit, p.221